

みずほマーケット・トピック(2017年10月24日)

## 「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ

方向感がはっきりしない為替市場とは対照的に株式市場は活況を極めている。昨日の日経平均株価は15営業日連続での上昇となり、戦後最長を記録。今年に入ってからのも為替市場と株式市場の乖離は著しく、年央まではむしろ円高・株高が併存した印象すら抱かれる。「円安なき日本株上昇」の背景にはドル安や企業収益改善を背景とした米株の上昇がありそうだが、これは要するに「日本株上昇は米株上昇の副産物でしかない」という理解でもあり、危うさを孕む。今後、米株が崩れる、円高へ反転するかのどちらかが起きれば、高値警戒感を帯びる日本株は反落が不可避であり、恐らくとは同時に起きる可能性が高いことも要注意。では米株が反転する契機は何になるのか。前回はパリバショックであり、リーマンショックであった。ショックを予想するのは簡単ではないが、経済の体温である物価が軟調である以上、引き締め自体がショックの火種になるリスクを想定するのがフェアな分析姿勢だと筆者は考える。

### ～よきところでデフレ脱却宣言を～

昨日の為替市場では衆院選挙の与党大勝という結果を受けて、現行のリフレ路線追認との思惑からドル/円相場が一時114.10円と約3か月ぶりの高値まで上昇した。だが、昨日の本欄でも述べたように、これはご祝儀的な反応だろう。選挙結果自体は想定されたものであり、厳密に言えば与党(自民・公明)の議席は改選前対比で減少している。リフレ路線追認と言っても、金融政策に修正余地が無いことは周知の事実であり、ドル/円相場は113円台前半まで直ぐに押し戻されている。選挙後の際立った変化を上げるのだとすれば、改憲勢力が8割を超え、民進党が希望の党と立憲民主党へ分派したことで改憲議論に見通しがつきやすくなったという事実だろう。これにより、経済政策が脇に置かれるのではとの思惑も散見されるが、望むらくは形骸化して、もはや弊害の方が大きくなっている「+2%」目標を緩和し、よきところでデフレ脱却を宣言してしまうことを期待したい。

### ～「円安なき日本株上昇」の実態～

ところで、今ひとつ方向感がはっきりしない為替市場とは対照的に株式市場は活況を極めている。昨日の日経平均株価は前週末対比+239.01円の21,696.65円で終え、15営業日連続での上昇となった。報じられているように、これは1949年5月に東京証券取引所が取引を再開して以来、戦後最長の連騰記録となる。今年に入ってからのも為替市場と株式市



場の乖離は著しく、年央まではむしろ円高・株高が併存した印象すら抱かれる(前頁図)。円安と株高の相関関係は広く知られたものだが、その因果関係には色々な考え方があ。もちろん、「円安株高」という因果関係は誰もが知るところであり、輸出企業を中心として為替差益が株高をもたらすという直感的に分かりやすい関係がある。

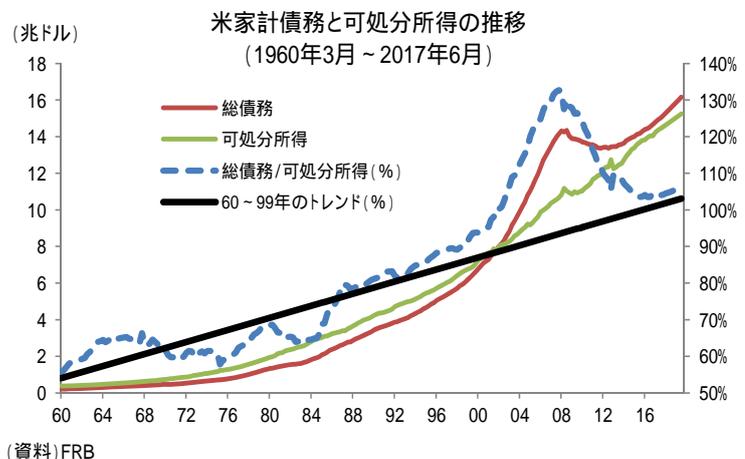
また、経験則に照らせば「株高 円安」も進みやすい。この理由に関しては未だはっきりしないものがある。海外投資家による日本株買いはこれを執行する時の円買い・外貨売りと同時に円売り・ドル買いの為替ヘッジを伴うので、それ自体が為替レートに影響する道理は無い。しかし、仮に何らかの理由で日本株が上昇した場合、その分は為替リスクを中立化すべく円売り・ドル買いを行う。ここで「株高 円安」が発生することになる。もちろん、ポートフォリオ上、日本株(もしくは円建て資産)の比率は制約されているはずなので、日本株が大幅に上昇して比率が無視できないほど上振れれば、日本株ごと売却するという選択もあろう。なお、逆に株安になれば既存の円売り・ドル買いによるヘッジが過剰になるので、海外投資家は円買い・ドル売りに踏み切ることになる。これが「株安 円高」、いわゆるリスク回避の円買いという相場を作ることになる。

しかし、現状は「株高・円相場横ばい」である。この点、日本株の上昇が NY ダウ平均を筆頭とする米株の上昇に依存する部分大きいことと関係しているとの見方もある。米株が好調な背景に FRB の正常化プロセスが緩やかにしか進まないであろうという思惑や、これに伴うドル安や企業収益改善が効いているとの解説は多く、そうであれば「円安なき日本株上昇」という構図は分らない。しかし、これは要するに「日本株上昇は米株上昇の副産物でしかない」という理解でもある。

### ～ 危うい日米株高の現状と展望 ～

なお、「円安なき日本株上昇」とはいえ、現状では円高が進んでいるわけでもない。はっきりと円高が進んできた場合に日経平均が騰勢を維持するのはやはり難しいだろう。とすれば、今後、米株が崩れる、円高へ反転するかのどちらかが起きれば、高値警戒感を帯びる日本株は反落が避けられないだろう。そして、恐らく と は同時に起きる可能性が高い。厳密なタイミングを特定するのは困難だが、FRB が正常化を進めている以上、株価はどこかで必ず反落する。物価が思うように上がらない中、最近では資産価格抑制を引き締めの主な動機に据えている節すら窺え、米株堅調の持続性は相当程度の疑義を持ってみたいところである。

米株が落ちれば、リスク許容度の毀損から日本株を手放す海外投資家は出てくるであろうし、それで株価が下がれば上述したような為替ヘッジの巻き戻しから円高が進みやすくなる。その際には IMM 通貨先物取引に見るような投机筋の円売りポジションも巻き戻されるだろう。これもまた円高を生む。裏を返せば、これだけ円売りポジションを積み上げる過程でドル/円相場が大して上昇してこなかったの、次回の円高の「底」は深くなりやすいことも見逃せない。



問題は、米株が反転する契機が何になるのかである。前回はパリバショックであり、リーマンショックであった。ショックを予想するのは簡単ではないが、経済の体温である物価が軟調である以上、引き締め自体がショックの火種になるリスクを想定するのがフェアな分析姿勢だと筆者は考えている。例えば、リーマンショック以前の水準まで高まっている家計債務(前頁図)を考慮した場合、FRBの正常化プロセスによって金利が上がり続けるとして、果たしてこれまで同様の消費・投資活動を期待すべきなのかどうか。前頁図に示すように、可処分所得の伸びが相応に伴っている現状では大きな問題にならないのかもしれないが、賃金の騰勢に衰えが見られてきた場合、この論点は一気に問題化する恐れがある。本欄では、引き続きFRBの政策方針と米経済の先行きとの間に齟齬があると考え、米金利、株、ドル/円相場のいずれに関しても下方リスクが大きいと考えたい。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、确实性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄り日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「獲た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場を基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべし～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーパ～タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか?～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	プラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～